

关于宏大叙事的周期

报告要点：

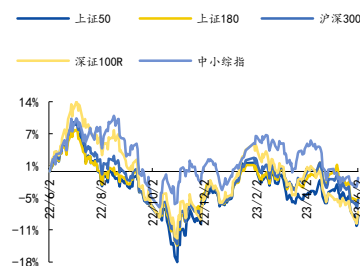
- 不知大家有没有想过，当我们面对一轮相对确定的长期趋势时，为何资产价格总不能一步到位。
- 原因也许不是大家的不坚定，而是我们缺钱和稳定性：
 - 1) 缺钱指的是，我们没有能推动资产 price-in 未来足够长时间信息的资金，因此，即使零利率是趋势，我们现在的利率仍然为正，即使新能源汽车是趋势，其股票的上涨依然一步三摇；
 - 2) 缺稳定性指的是：无论未来多么确定，相比只能博弈远期的资产，资金更喜欢可以博弈近期的资产，这与风险大小似乎无关，大家博弈的东西过于遥远，就会造成近期资产偏高的波动率。于是，大家喜欢买期限合适的债券，也喜欢买容易被近期财报验证的股票。
- 如果资产的成长比现实更加曲折，那我们相信，对于再确定的趋势来说，也很少有人会对资产的阶段性调整视而不见，毕竟多数资金的负债都不稳定。无论买入什么资产时，我们都要考虑清楚什么时候是卖点，这是我们应贯彻始终的投资纪律。
- 既然钱和稳定性妨碍了我们往后看得过远，那通常资产拐点也不是产业本身带来的，而是流动性带来的：
 - 1) 看似高成长的股票，其实受流动性所制，不断在调整其股价究竟能 price-in 多远的未来；
 - 2) 博远期业绩的股票就像买入了超长期债券，投资者非常容易陷入彼此猜疑的囚徒困境。
- 照此来看，这些远期资产调整的原因已经不难猜了，一是总流动性减少，二是宏观周期上升，这些资金有更多的博近期业绩的机会。
- 相应地，如果大量资金无处安放（没有宏观线索，但流动性泛滥），则只能退而求其次，靠各种宏大叙事进驻远期资产。
- 这种状态叫做资产荒，这种远期资产叫短期不可证伪之资产。
- 资产荒已经在周期性出现，大家也在周期性宏大叙事，这背后是宏观弹性的式微和凯恩斯主义的延续，每每资产荒发生，TMT 都会提一轮估值，成长股会出现超额机会，30Y-10Y 的利差也会收窄。
- 我们现在同样处在资产荒状态之内，于是，AI+和中特估出现了拥挤的交易，甚至机构间在加强勾兑和抱团，以提高投资的稳定性，我们也在间歇性爆炒 30Y 国债，讲述着利率长期为零的故事，甚至我们为黄金赋予了去美元化的宏伟叙事。
- 后续基本面无论是复苏还是失速，都会化解这种状态，但短期来看，这个环境出现变化的概率不大，因此，当前投资的重点还是“不可证伪”。
- 利率债虽然期限和收益率都已压得很低，我们还是可以继续拉长久期，做平曲线的，AI+和中特估，在短时调整之后，还会有第二轮行情。

风险提示：宏观政策落地不及超预期，海外风险超预期。

主要数据：

上证综指：	3230.07
深圳成指：	10998.07
沪深 300：	3861.83
中小盘指：	4025.49
创业板指：	2233.27

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《任重道远：2023年5月 PMI 印象》2023.06.01
- 《【总量】后续地产销售与投资怎么看？》2023.05.28

报告作者

分析师	杨为敬
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

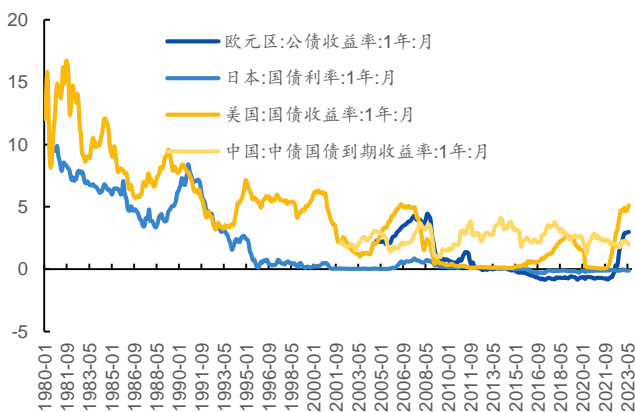
1. 问题的引子：关于确定性的未来

往远看的话，有些趋势是能看得很清晰的。

比如，零利率注定是长期趋势；比如，人口注定会下降，老年经济终将到来；比如，金价注定会上升；再比如，新能源注定会替代传统能源。

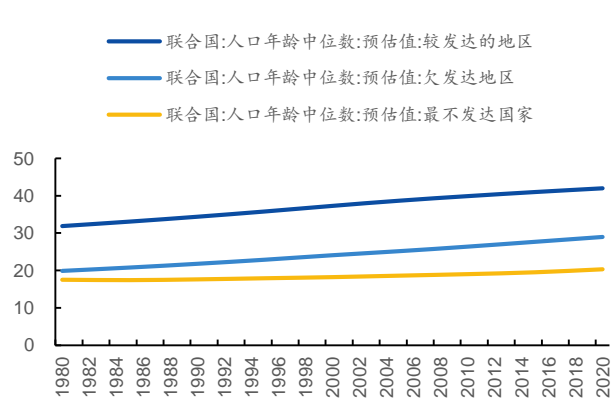
有些趋势，是历史告诉我们的，发达国家经历了什么，我们多半也得经历一遍；有些趋势，是科技的使命感告诉我们的，当科技理论成型，必会迎来应用转化时刻；有些趋势，是经济理论告诉我们的，货币发行总比湮灭容易，硬通货价格总能上涨。

图 1：各地区国债收益率



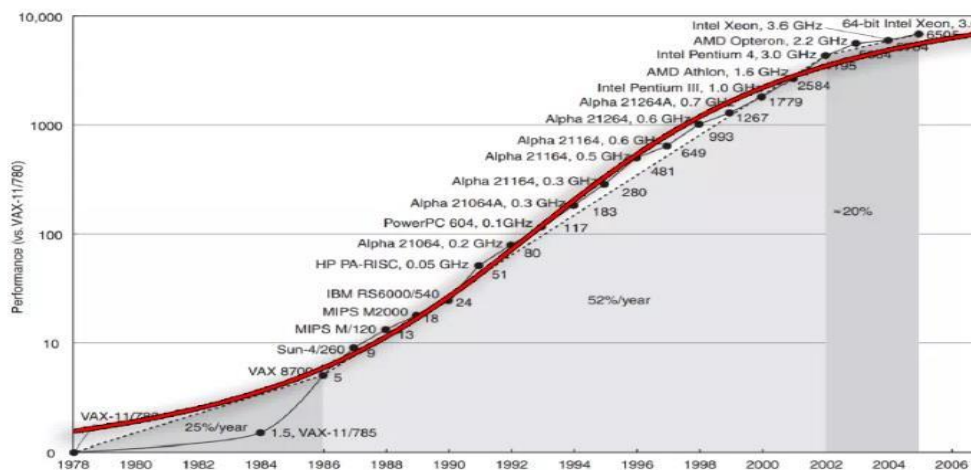
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：各地区人口中位数



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：根据摩尔定律，处理器性能的上升是顺畅且快速的



资料来源：Wind，国元证券研究所

但我们试想一个问题：如果我们足够相信这些不可逆转的趋势，且相信任何阻碍趋势前进的坎坷不过是大路上的小石块的话，那为何现在利率不提前跌到零线，为何新能源和黄金价格不一把涨到天上，这些资产价格还需要如此艰难且曲折地前进。

图 4：新能源汽车指数趋势



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：黄金指数



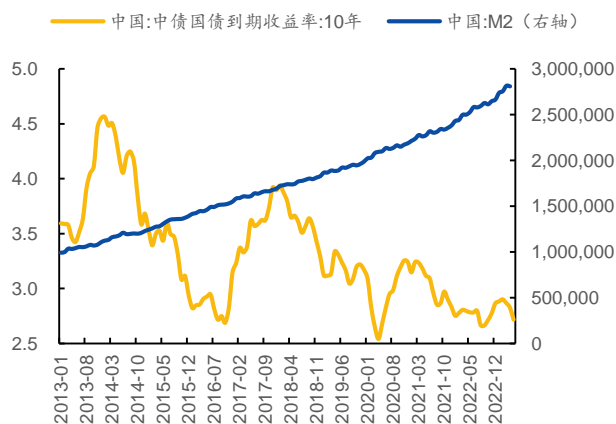
资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 钱和梦想：一个都不可少

可能性的原因并非是我们不够相信这些趋势，而是，我们缺钱和稳定性。

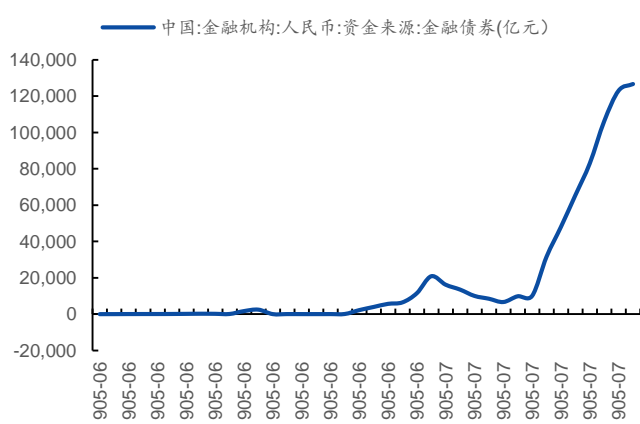
1) 举个容易理解的例子，最近十年间，10Y 国债的收益率中枢从 3.9% 附近降到了 2.8% 附近，这个过程注定和不断发行的货币存在关系。10 年间，M2 规模增长了 1.7 倍，商业银行配置的债券资产随之增长了 12.5 倍，正是因为钱多了，我们才有充足的购债资金，把债券收益率给压下来。试想如果在 10 年前，当我们只有 100 万亿出头的 M2 时，我们要求把当时的收益率压到 3% 以下，这几乎是不可能完成的任务。

图 6：国债利率和 M2 的关系



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：金融债券



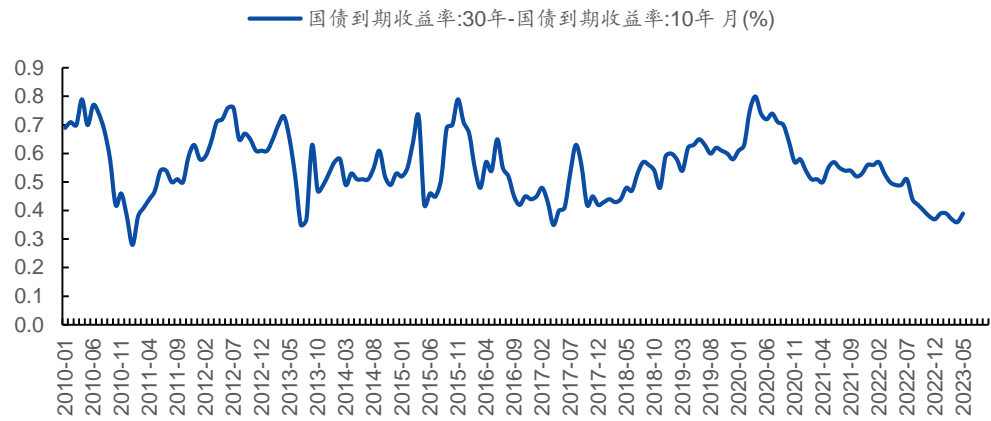
资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 关于稳定性，我们还用债券资产来举例。放眼未来，如果所有人都承认零利率是长期趋势，那自然可以推知 30 年后的收益率水平一定比 10 年后要低，更比现在要低。如果这个预测成真，那现在 30 年期收益率水平自然会低于 10 年期收益率，怎么可能到现在 30Y 和 10Y 的利差还是正的，而且近年这个利差甚至没有出现下降趋势。

资金不敢大举进驻 30 年期限品种的原因是：多数资金是要短期稳定性的，银行要做流动性管理，基金要考虑短期净值，这些资金根本不敢把过多的筹码压在 30 年期这

种流动性低且波动大的品种上。再本质的原因是：若追溯到根上，有 90% 的钱都是从债权这个口子放出来的，债权本身就是有期限的合约，这就要求负债者在负债期限内运用这些资金时，安全性一定是首要考虑。

图 8：国债收益率利差



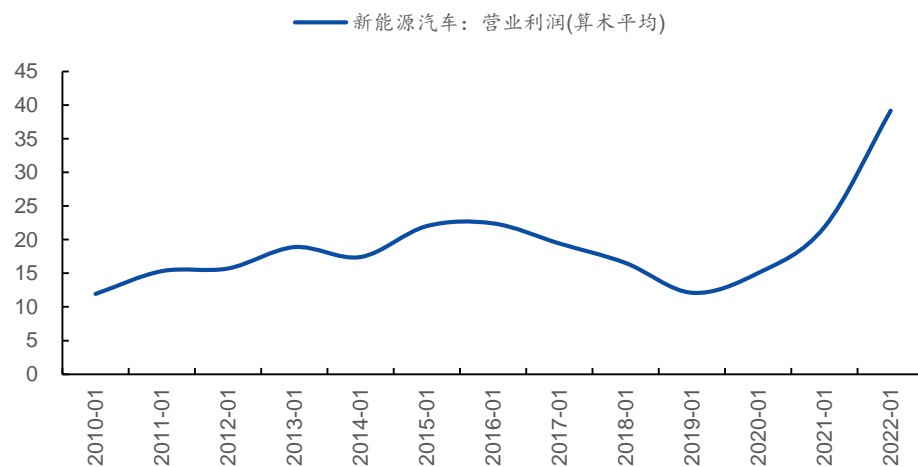
资料来源：Wind，国元证券研究所

落到股票市场上，原理依然如上。

我们在十一五的末期，就给出了九大新兴产业的战略定位，其中新能源汽车赫然在列，事后来看的确如此，在技术成熟和商业孵化之后，如今新能源汽车板块的平均利润是 2010 年的 3.3 倍。

但很明显的是，2010 年的新能源汽车板块的表现没有映射到如今，2010 年整个新能源汽车板块的 PE 是 18.2 倍，如果按照 2022 年的利润计算的话，PE 水平就变成了 5.5 倍（潜在回报率是 18%），这个估值水平对任何一个年份来说都是偏低的，那么，我们只能认为，2010 年市场在给新能源汽车板块定价时，并没有 price-in 2022 年该板块高企的利润。

图 9：新能源汽车营业利润指数

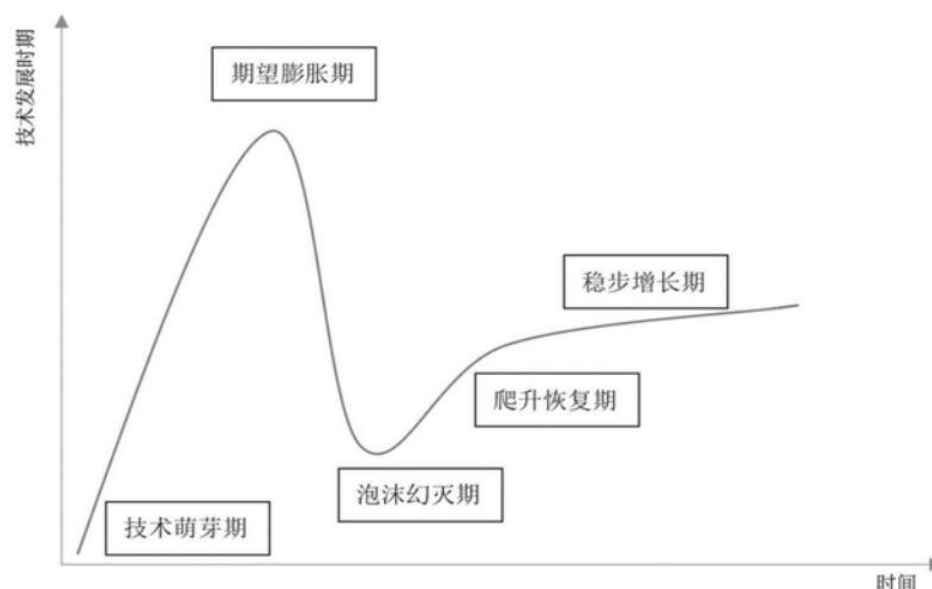


资料来源：Wind，国元证券研究所

至于原因，并不是当时的市场不够乐观，没有料到此时板块的成长，10 余年前，几乎每个从业者提到新能源汽车板块，都会洋洋洒洒地叙述新能源汽车的宏伟蓝图，畅想若干年后新能源王朝到来时焕然一新的世界。也不是当时的投资者相信产业但不相信公司，即使在当时不知道谁能成为板块内的王者，投资者也可以买指数不买公司，总没有差。

很多人会用 Gartner 曲线解释这一切：你看，新能源汽车的曲线和 Gartner 曲线何其相似，在技术从萌芽到成熟之间，必然经过一个泡沫幻灭期，随后，才会迎来产业业绩的爆发。那我们就换个问法，为什么我们一定要经过 Gartner 曲线的泡沫幻灭期，而不是估值一把涨到天上，再等业绩慢慢兑现。

图 10：大家通常理解的技术成熟度 Gartner 曲线



资料来源：Wind，国元证券研究所

这个问题的答案还是一样，我们缺钱，也缺稳定性。

即使我们足够相信产业未来 50 年的持续盈利前景，产业里的股票也不能一次性把未来 50 年的业绩全部 price-in，原因很简单，即使产业的前景是无限的，我们手里的钱总是有限的，股价受到资金数量的制约，只能反映未来有限时间的利润预期，所以，我们也看到，近年来历年热门赛道的估值，和股指估值的走势竟然非常相近，这意思是：即使再热门的赛道，在给估值时，也得考虑宏观流动性，这是阿尔法和贝塔相互融合的点。

另外，稳定性是另外的考虑。即使投资者很相信企业远期的盈利前景，但该投资者在博远期业绩时，也不确定别人是否也和他一样坚信该企业的远期盈利前景，这时，即

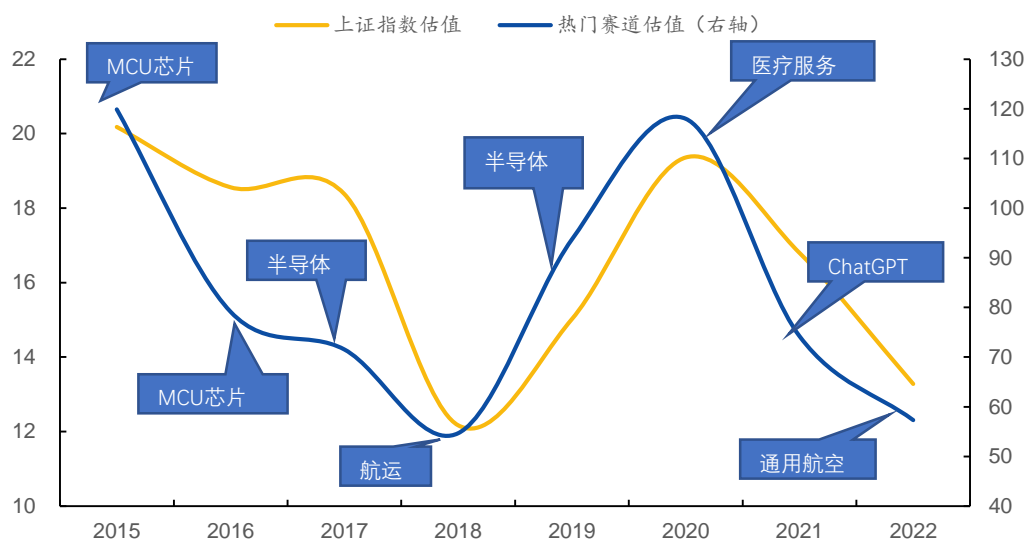
使投资者都坚信这个赛道的光明前途，在大家的彼此猜疑之中，谁也不敢下重手，大家陷入了某种意义上的囚徒困境。

相对来说，也有那么一些企业，前景并没有这些新兴产业光明，空间也很有限，但企业在踏踏实实地增长，在博这些股票时，投资得是否正确，能产生多少收益，在短时企业公布的财报中就能给大家答案。于是，在一次一次确认的过程中，大家不必彼此猜疑。

很明显，这些有近期业绩可博的企业的投资稳定性是好于那些只能博远期业绩的企业的，即使没有那么大的空间，很多资金也更喜欢这类企业。反过来，对于大家颂声载道的赛道来说，在给这些赛道估值时，当低垂的果实被摘完，要进一步拉升该赛道的估值去反映其更远期的业绩时，很多资金便陷入囚徒困境，开始谨慎起来。

于是，对于资金来说，博远期业绩这个事情，相当于买入了一笔超长期债券。

图 11：把估近年来估值第一的赛道估值串起来，其形态竟和大盘相似



资料来源：Wind，国元证券研究所

3. 与产业无关的产业波动

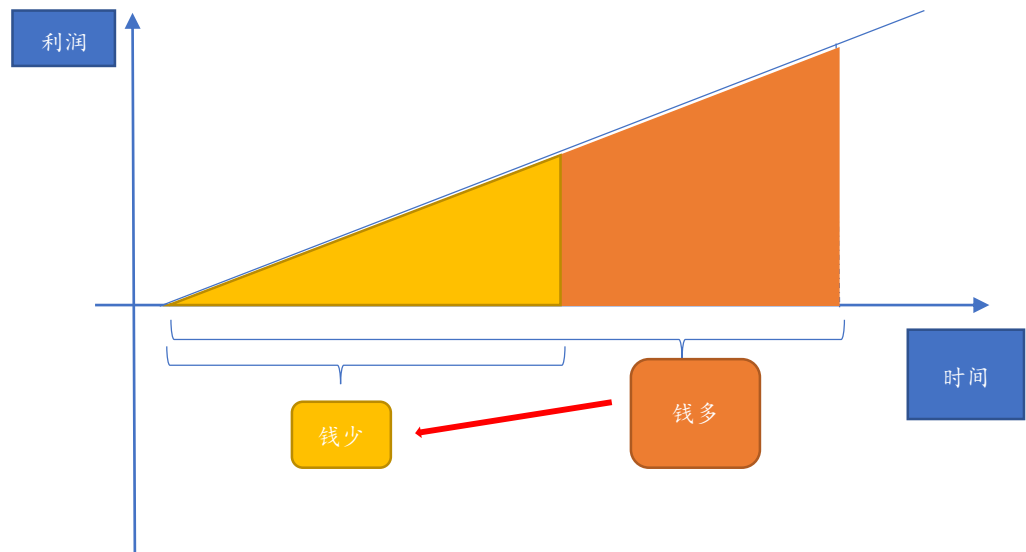
如果我们承认上述论述的话，那面对一个新兴成长的确定性赛道，我们也理解了一些跟产业无关的故事和逻辑。

1) 我们认为，一个成功的投资不是抓住了买点，而是抓住卖点。即使方向再明确，我们在真金白银投入之前，也应该想清楚卖点在哪。但我们试想，对于一个冉冉升起的赛道来说，如果技术或商业化进程没有出现前所未有的困难，我们又怎么从技术本身去考虑卖点呢。

对于大多数赛道来说，产业的趋势是平滑且坚定向上的，但股票的波动却是一波三折的，这就意味着，虽然卖点实实在在地存在，但如果通过传统的产业跟踪和行业研究方法，是根本捕捉不到卖点的，从我们上面的论述也能看到，多数产业的调整，问题根本不是出在行业本身上。

2) 如果我们的痛点之一是缺钱的话，那流动性的确是一个能左右行情的问题。在钱多时，我们可以往后展望更远，这时股票也能计价此后更长时间的利润，但一旦钱少了，股票只能计价此后偏短时期的利润，这时，受钱之所制，股票的价格无法兑现后续更远的利润，这时股票价格就会开始调整。

图 12：根据摩尔定律，处理器性能的上升是顺畅且快速的



资料来源：Wind，国元证券研究所

3) 除了缺钱之外，稳定性原则也会造成新兴产业的股票调整。对于新兴产业来说，本身新兴产业就投的是长钱，因此，新兴产业的投资稳定性不会在短期出现多大变化，但是，如果更稳定的股票出现了明确的投资机会时（比如宏观经济上升带来的周期股机会），这时资金就会迅速从新兴产业流出，流向更为稳定的周期股之中。

那么如果反过来想，什么时候这些赛道股会出现相对靠谱的投资机会呢，答案只有一个，就是大量资金走投无路之时。

什么叫走投无路呢，一方面是我们市场里有大量的资金（这是由银行的信用投放决定的），另一方面是虽然大量流动性在，但宏观经济仍然疲弱。当以上两个条件都具备的时候，就意味着有海量资金缺乏稳定的博近期收益的机会，但又存在收益压力，于是，只能放弃短期的肉，去博远期的汤。

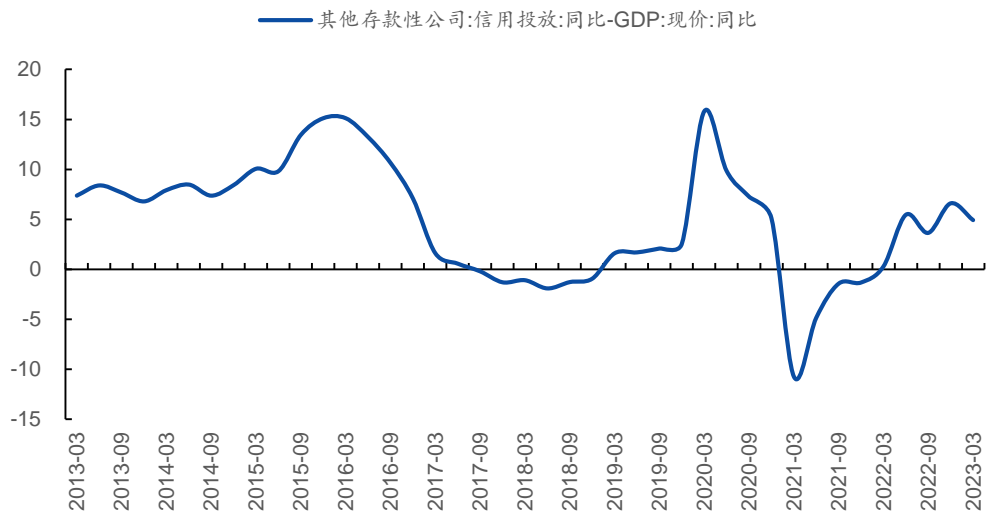
比如，这些资金进到超长端利率债中，博一个长期利率终将下行的故事，这些资金也会被挤到相对确定性的赛道里，博一个长期冉冉升起的行业空间。

于是，如今相对固定的是，在周期的某个时段，大家开始不谈现在，只畅想未来，不做当年的形势分析，只聊远期的宏伟图景，这背后是宏观弹性的式微和凯恩斯主义的延续。

放在现实状态下，这些也成了可验证的“科学”。

比如在最近十年间，我们经历过三次资金的“走投无路”。一次在 2014Q3-2016Q1；一次在 2019Q1-2020Q1；一次则是从 2021Q2 至今。这三次共性是：银行的信用投放持续加速，但实体经济相对疲弱，于是，二者的剪刀差处在向上且高增的状态之内。

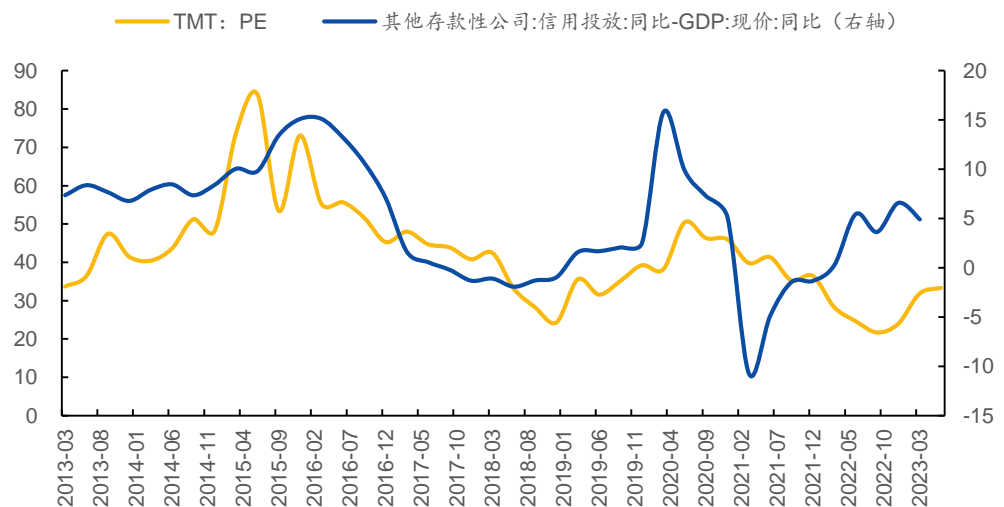
图 13：信用投放与 GDP 差值



资料来源：Wind，国元证券研究所

近年火爆的 TMT 估值出现过三轮提升，正好都是在这一状态下。站在实业层面，我们其实很难解释这个行情节奏，我们不可能认为在资金走投无路的环境下，才能有科技和产业的突破，因此，唯有流动性才能解释这个波动。

图 14：信用投放-GDP 与 TMT 之间的关系



资料来源：Wind，国元证券研究所

甚至这个规律也会蔓延到整个成长板块。

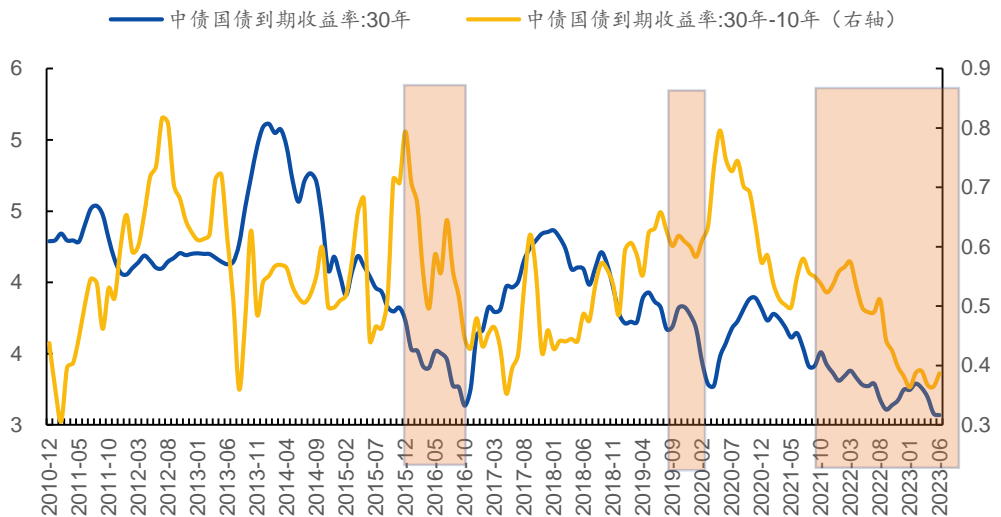
图 15: 中信成长板块 PE 历史走势



资料来源: Wind, 国元证券研究所

在这个期间, 资金也会集中去博超长期国债, 虽然 10Y 收益率在下行, 但 30 年期比 10 年期要下得更猛。

图 16: 30Y 预期下得更猛



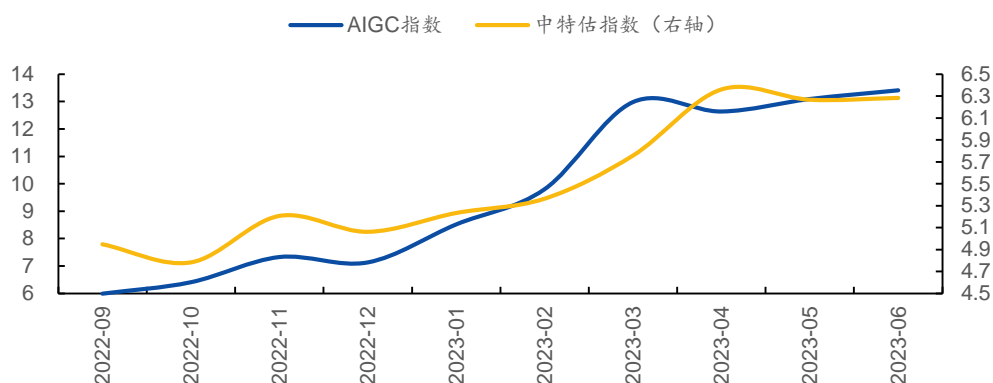
资料来源: Wind, 国元证券研究所

这个状态被市场俗称为资产荒, 在资产荒状态之下, 资金博的这些远期资产, 也可以叫短期无法证伪之资产, 毕竟这些资产的投资逻辑是超远逻辑, 不是一两期财报或者一两轮通胀就能证伪的。

4. “无可证伪”：当前的投资之道

毫无疑问，我们现在同样处在资产荒状态之内，于是我们抓住了相对确定的AI+赛道，甚至机构间在加强勾兑和抱团，以提高投资的稳定性，也在间歇性爆炒30Y国债时，讲述着利率长期为零的故事，甚至我们也抓住了中特估的概念，大举入驻的资金和不断提升的央企估值反过来绑架了政策，总之，短期难以证伪，这是当前资金投资的成功之道。

图 17: AIGC 与中特估指数的趋势



资料来源: Wind, 国元证券研究所

甚至，我们停留在资产荒的状态过久，宏大叙事成为了一种习惯。有一些趋势不那么确定且与长期无关的行情，也被宏大叙事了一把。比如黄金，市场在孜孜不倦地讲述着去美元化的故事，但也许，黄金近来的上涨和去美元化之间并没有什么关系。

图 18: 近期黄金指数



资料来源: Wind, 国元证券研究所

那么，往后来看，后面化解这种状态有两个方式，其一是经济真的复苏了，货币政策随之收水，市场上的钱边缘上最充裕的时候过去了；其二是经济失速了，货币流通速度大幅锐减，但现在看起来，两个条件都很难在短期达成。

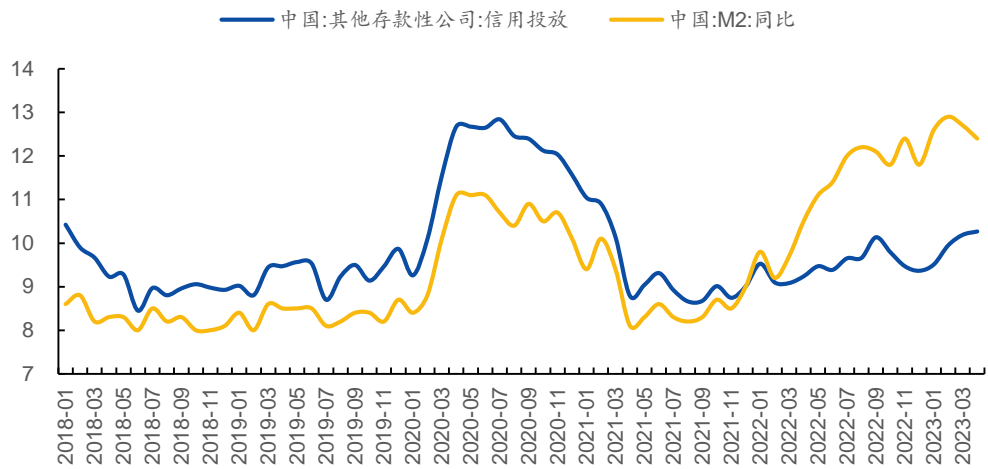
因此，资产配置的逻辑是没有变化的，投资的重点还是“不可证伪”。

照此来看，利率债虽然期限和收益率都已压得很低，我们还是可以继续拉长久期，做平曲线的，AI+和中特估，在短时调整之后，还会有第二轮行情。

况且，我们想说的是：这一轮的剩余流动性，惰性是尤其之大的。

比如说，这一轮 M2 的速度要比银行本身的信用投放快很多，这本身是一件非常罕见的事情，从机理上说，其背后应该是很多居民和企业把本投在偏高风险资产上的投资给收回来了。

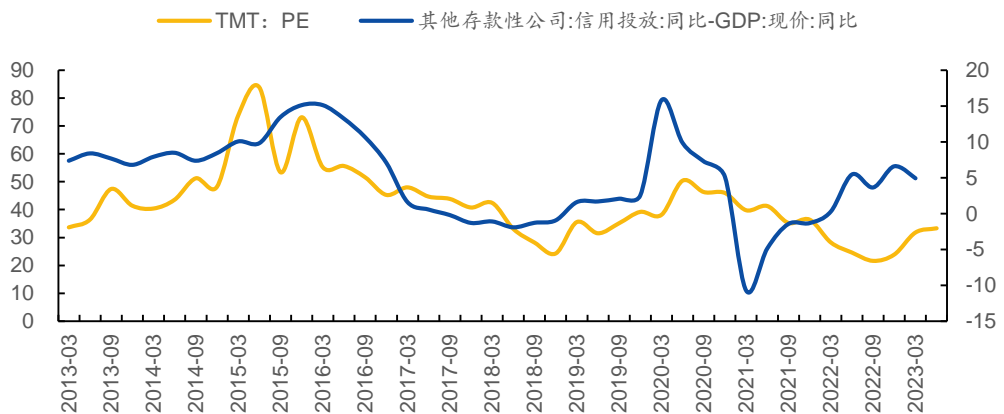
图 19：信用投放和 M2 的关系



资料来源：国元证券研究所

这也导致了 TMT 这种赛道型选手的估值是偏低的，那么，如果一旦后续利率进一步下降，到底资金更加“无处可逃”的话，很可能这些赛道的估值会加速向上弥合，这虽然不是主要逻辑，但这为之后赛道型选手的投资机会增加了一个不小的安全垫。

图 20：信用投放-GDP 与 TMT 之间的关系



资料来源：Wind，国元证券研究所

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188